



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Laura Ponce P.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

laura.ponce@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Abril 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	BBB+
Líneas de bonos y bonos ¹	BBB
Línea de efectos de comercio	Nivel 2/BBB
Tendencia	Estable

EEFF base 31 de diciembre de 2023

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 844 de 30.11.2016
Línea de bonos Serie C (BCOPV-C)	N° 953 de 17.07.2019 Primera emisión
Línea de bonos	N° 994 de 10.01.2020
Línea de efectos de comercio	N° 110 de 11.07.2016

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de activ. Ordinarias	282.104.093	305.909.817	369.333.021	452.021.798	370.964.228
Costo de ventas	-248.942.959	-269.215.948	-318.524.436	-390.529.058	-335.296.368
Margen bruto	33.161.134	36.693.869	50.808.585	61.492.740	35.667.860
Gastos de adm. y distr.	-22.818.823	-21.831.365	-24.805.073	-28.828.443	-35.133.675
Resultado operacional	13.572.812	18.093.005	29.234.013	35.894.798	3.764.686
Costos financieros	-12.794.956	-9.001.388	-9.367.760	-11.493.513	-14.542.941
Utilidad del ejercicio	-659.102	2.233.351	8.286.095	7.225.103	-8.858.965
EBITDA	14.890.363	17.443.174	25.769.809	29.856.856	5.159.447

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Activos corrientes	214.473.927	202.274.248	238.020.485	266.304.514	241.590.627
Activos no corrientes	86.362.356	83.434.050	84.701.052	92.596.669	104.054.116
Total activos	300.836.283	285.708.298	322.721.537	358.901.183	345.644.743
Pasivos corrientes	151.527.704	136.926.593	171.402.370	211.709.948	185.210.426
Pasivos no corrientes	102.958.693	99.168.043	95.769.760	78.713.252	102.401.239
Total pasivos	254.486.397	236.094.636	267.172.130	290.423.200	287.611.665
Patrimonio total	46.491.799	49.613.662	55.549.407	68.477.983	58.033.078
Total patrimonio y pasivos	300.978.196	285.708.298	322.721.537	358.901.183	345.644.743
Deuda financiera	153.780.745	138.260.087	144.485.044	162.004.990	156.958.067

¹ No referido a ningún instrumento en particular.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (Copeval) es un distribuidor integral de insumos y servicios para el sector agrícola. Nació en 1956 y se constituyó como sociedad anónima abierta en 2003. Uno de los pilares fundamentales del negocio de la compañía es la venta a crédito por plazos equivalente a los ciclos agrícolas inherentes a la actividad de sus clientes. Actualmente, cuenta con 24 sucursales ubicadas entre la Región de Atacama y la Región de Los Lagos.

Según los estados financieros a diciembre de 2023, la empresa presentó ingresos por aproximadamente \$ 370.964 millones y un EBITDA de \$ 5.159 millones. Sus activos se compusieron de \$ 158.442 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, \$ 62.681 millones de inventarios y \$ 66.881 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a \$ 118.452 millones, la deuda financiera \$ 156.958 millones y el patrimonio en \$ 58.033 millones.

La clasificación de los bonos corporativos de **Copeval** en “*Categoría BBB*” y de sus efectos de comercio en “*Nivel 2*”, se respalda, principalmente, en la experiencia y conocimiento que tiene la organización respecto de su principal mercado objetivo (agricultores), lo que le ha permitido constituirse como un proveedor integral de la industria, incluyendo dentro de sus servicios el financiamiento del capital de trabajo para sus clientes.

Cabe señalar que la compañía exhibió un fuerte deterioro en sus resultados del año 2023², luego de dos años con un elevado rendimiento explicado, en parte, por las políticas implementadas por la administración que logró revertir los magros resultados del ejercicio de 2019 y anteriores. En todo caso, a juicio de la clasificadora, las pérdidas de 2023 responden a situaciones coyunturales del mercado que difieren de las causas que provocaron las pérdidas en el pasado. En efecto, en el cuarto trimestre del ejercicio anterior ya se observan signos de recuperación que se espera se mantengan en los siguientes períodos. Con todo, la clasificadora estará atenta a la evolución de las utilidades y del EBITDA de la compañía.

Asimismo, el proceso de evaluación incorpora el hecho que la empresa ha mantenido su liderazgo dentro de los intermediarios de insumos agrícolas en el país, con una extensa red de distribución que le otorga presencia comercial desde Copiapó hasta Puerto Varas.

Complementariamente, dado el negocio financiero implícito en las operaciones de la compañía (las cuentas por cobrar medidas a diciembre de 2023 estuvieron en torno a los \$ 158.442 millones), la clasificación de riesgo se respalda en la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones), aspecto que permite diversificar el riesgo crediticio y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. Cabe destacar que, dada la estacionalidad del sector al que financia, sus colocaciones presentan una fuerte alza en el cuarto trimestre, mostrando un menor nivel durante el resto del año.

² Variables que afectaron a todo el sector.

Dentro del proceso de evaluación, se incorpora como elemento positivo la existencia de seguros que cubren los riesgos asociados a incumplimientos por parte de los deudores del emisor y que reducen las pérdidas esperadas de la cartera crediticia. También, se reconoce como positivo la capacidad instalada con que cuenta la compañía (logística, tecnológica y organizacional) y, en particular, la habilidad logística que ha ido desarrollando y que, en parte, constituyen una barrera de entrada a nuevos operadores, y agregan valor al servicio entregado.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, está la exposición de los ingresos a la actividad agrícola, sector al cual pertenecen sus clientes, acentuado por la elevada concentración existente en las regiones VI, VII y VIII, lo cual tiene carácter de estructural dada la definición de negocio de la empresa y la distribución de las hectáreas agrícolas en Chile. Cabe destacar en este sentido, que la variedad de cultivos de sus clientes, el aumento de la diversificación geográfica de los últimos años y las expectativas de crecimiento del sector silvoagropecuario -dado el posicionamiento de Chile como exportador de los productos provenientes de esa industria-, atenúan en cierta medida el riesgo intrínseco del sector donde opera la compañía.

Se agrega también al análisis, el hecho de que parte importante de los ingresos y del margen de la compañía se concentra en las ventas de fitosanitarios y fertilizantes, mostrando mayor exposición a las condiciones de comercialización que ambos rubros presenten en sus respectivos segmentos de mercado. Junto con lo anterior, dado que las cuentas por cobrar, a diciembre de 2023, representan alrededor del 45,8% de los activos, la categoría de riesgo asignada considera los riesgos propios de la actividad financiera (calce de plazos e incobrabilidad, entre otros) y las restricciones de financiamiento que podría tener **Copeval** para apoyar y desarrollar el negocio financiero implícito en su actividad comercial, en particular en épocas de crisis y de endurecimiento del crédito bancario. Todo ello sin desconocer que la compañía cuenta con seguros y mecanismos de mitigación de riesgos.

También, dentro de una perspectiva de largo plazo, la categoría asignada incorpora la posibilidad de acceso de los clientes a otras fuentes de financiamiento, lo que debilitaría la posición competitiva de la compañía, la intensificación de la competencia tanto en las regiones donde se ubica y a un eventual proceso de consolidación de los agricultores, que aumentaría su poder de negociación.

Adicionalmente, la capacidad de pago de la deuda corporativa del emisor se ve negativamente afectada producto de la venta de cartera de cuentas por cobrar en un proceso de securitización vigente. La operación implica transferir a un patrimonio separado un *stock* de cuentas por cobrar de adecuada calidad; en caso de deterioro en la calidad de la misma, exista una alta probabilidad que **Copeval** traspase nuevos activos al patrimonio separado, incrementando el riesgo relativo de su propia cartera y, por lo tanto, afectando el riesgo de los acreedores que no participan de la securitización, entre ellos los tenedores del bono corporativo. En definitiva, el riesgo global del emisor no se distribuiría uniformemente entre el bono securitizado y sus restantes obligaciones, razón por la cual la clasificación de riesgo del bono corporativo es inferior en un *notch* a la clasificación de solvencia de la compañía. Cabe señalar que la clasificadora trabajó con información proporcionada por la sociedad donde, a diciembre 2023, la cartera securitizada corresponde al 40,1% del total de la cartera.

En tanto, la clasificación de solvencia de la empresa se califica en "*Categoría BBB+*", superior a lo asignado a las líneas de bonos y bonos corporativos, adicionalmente, las líneas de efectos de comercio, para títulos

de corto plazo, se clasifican en "Nivel 2" dado que la estructuración financiera de la compañía da soporte adicional a su liquidez.

Por su parte, la tendencia se clasifica en "Estable" por cuanto no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada ello, por cuanto, tal como se dijo anteriormente, se estima que los bajos resultados de 2023 serán rápidamente revertidos. Con todo, de no cumplirse estas estimaciones la clasificación o su tendencia podrían ser revisadas

Sobre los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en su memoria nombran una sección de responsabilidad social y desarrollo sostenible donde se evalúan aspectos como la diversidad en el directorio, diversidad de la gerencia general y demás gerencias que reportan a esta gerencia o al directorio, diversidad en la organización y brecha salarial por género. Adicionalmente, se unen a los objetivos de desarrollo sostenible que plantea la ONU.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Atomización de deudores y clientes.

Fortalezas complementarias

- Elevada masa de clientes (y potenciales deudores).
- Proveedor integral del sector agrícola con adecuada capacidad logística.
- Modelo de negocios.
- Aceptable cobertura geográfica en zonas agrícolas.

Fortalezas de apoyo

- Existencia de seguros que reducen la pérdida de la cartera crediticia.
- Experiencia y liderazgo en el sector.

Riesgos considerados

- Necesidad de reducir costeo de fondos y aumentar márgenes vía economías de escala (riesgo medio).
- Concentración sectorial y geográfica de sus ingresos (riesgo difícil de evitar, dada la estructura del mercado).
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Consolidación de clientes y consecuente aumento en el poder de negociación (riesgo de baja probabilidad de manifestarse en corto plazo).
- Exposición a eventuales nuevos operadores (dada la falta de consolidación de la industria).
- Riesgos propios del negocio financiero (acotado por una adecuada administración financiera).
- Efectos de securitización (riesgo que se manifiesta fuertemente en épocas de crisis financiera del emisor).
- Riesgos del sector agrícola.
- Consolidación de clientes.

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2023

Durante 2023 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 370.964 millones lo que representó una disminución de 17,9% respecto al año anterior, debido a que el primer semestre del año se vio afectado por una menor demanda, precios más bajos y ventas con *stocks* a precios de materias primas más altos. Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 335.296 millones, lo que significó una disminución de 14,1% en relación con el año previo, provocando una disminución del margen bruto de 42,0%.

Los gastos de administración sumaron \$ 35.134 millones en el período, superior a los \$ 28.828 millones de 2022, lo que representa un aumento de 21,9%.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 3.765 millones, registrando una baja de un 89,5% con relación al año 2022. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 5.159 millones, lo que significó una disminución 82,7% comparado con el año anterior. Con todo, el resultado del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 15.658 millones.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 158.442 millones lo que representó una variación negativa de 11,0% respecto a 2022; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 156.958 millones y \$ 58.033 millones, respectivamente, con variaciones negativas de 3,1% y 15,3%.

Definición de categoría de riesgo

Categoría BBB (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

(+) Para aquellos títulos de deuda con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

Categoría Nivel 2 (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Proveedor integral: La empresa, junto con el negocio tradicional de abastecimiento de insumos agrícolas, ha incorporado múltiples servicios a sus clientes, tales como distribución de maquinarias agrícolas, comercialización de alimentos para animales, venta de combustibles, capacitación agrícola y agente operador CORFO, entre otros. Todo ello, sumado al financiamiento entregado a sus clientes, permite, por un lado, aumentar la fidelidad de estos y, por, sobre todo, desarrollar una capacidad logística que contribuye a agregar valor a su propuesta comercial (en particular a agricultores pequeños y medianos) y, en términos moderados, a generar barreras de entradas a nuevos participantes.

Aceptable cobertura geográfica de zonas agrícolas: El área de operación de la compañía abarca cerca del 64% de la superficie cultivada y plantada en Chile, donde se concentran la mayoría de los clientes-agricultores que demandan los insumos y servicios agrícolas ofrecidos por el emisor. Esta situación facilita acceder a la diversificación que se puede dar al interior del sector. Desde esta perspectiva, se puede señalar que el emisor ha sido eficiente en cuanto a aprovechar las posibilidades de diversificación disponibles.

Experiencia y liderazgo: La empresa lleva operando más de 66 años en el sector, habiendo enfrentado con éxito diversos escenarios adversos, tanto para la economía en general como para el sector agrícola en particular. Actualmente es el líder en ventas de su industria, superando en 1,6 veces los ingresos de su más cercano competidor, según datos a diciembre de 2023. Este liderazgo facilita el acceso a economías de escala y mejora su poder de negociación con sus proveedores, incrementando la competitividad de la empresa (dado lo reducido de los márgenes dentro de la industria).

Atomización de la cartera de clientes y de deudores: Durante 2023, la empresa atendió a 50.457 clientes (50.495 en 2022). Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, sumaron 715 clientes que, en promedio, generaron ingresos del orden de \$ 272.179 millones anuales cada uno, el total de las compras sobre \$ 100 millones representó el 52,5% de los ingresos totales del año 2023 con el 1,4% de los clientes, mientras que el tramo de ventas menores a un millón representó el 2,0% de las ventas concentrado el 71,9% de los clientes. La masa de clientes y deudores, por la ley de los grandes números, facilita el comportamiento normal de la cartera, pero dentro de lo esperable en el sector agrario (ya que existe correlación entre ellos).

Seguros asociados a los créditos: Las cuentas por cobrar de la compañía cuentan con seguros de crédito con Compañía de Seguros Avla. Estos seguros deben renovarse cada uno o dos años, tienen deducibles y su pago está sujeto a que los créditos se hubiesen otorgado bajo parámetros preestablecidos. Si bien la política de la compañía es asegurar las ventas a crédito, por lo que antes del vencimiento de la póliza debe proceder a un nuevo proceso de renovación o contratación según corresponda.

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande. En el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha como prenda para hacer frente al pago del crédito al momento de la cosecha. En los hechos, la compañía está cubriendo parte importante de las necesidades de los empresarios agrícolas que no son satisfechas por otros agentes del mercado.

Factores de riesgo

Concentración sectorial y zonal: Dada la definición de negocio de Copeval, sus ventas se concentran en el sector agrícola -considerado de elevado riesgo- y, dada la distribución geográfica de esta actividad, en las regiones VI, VII y VIII, que representan en torno al 59,9% de sus ingresos. El riesgo sectorial se atenúa por la diversidad de cultivo de los clientes y las operaciones en particular, en algunos casos, por la entrega de los productos físicos.

Concentración de productos: Sin desconocer la variedad de servicios y líneas de productos que **Copeval** ofrece a sus clientes, dada la necesidad de los mismos, aún alrededor del 57,2% de los ingresos se generan por la venta de fitosanitarios y fertilizantes, riesgo que es estructural al negocio, incluso estos mismos productos representan cerca del 81,0% del margen obtenido a diciembre 2023 (88,3% en 2022).

Riesgos del negocio crediticio: La forma de operar de la empresa conlleva los riesgos propios de la actividad financiera: calce de plazos, incobrabilidad, concentración sectorial y necesidad de un eficiente manejo del capital de trabajo. El riesgo de incobrabilidad se ve atenuado por la existencia de un seguro de crédito. En opinión de **Humphreys**, la actividad crediticia es un factor relevante en el modelo de negocios de **Copeval**, por lo cual un desafío importante para la empresa es poder acrecentar sus fuentes de financiamiento, reducir el costo de fondeo y proveerse de una adecuada liquidez, en particular para períodos en que la banca restringe los créditos. Por otra parte, no se puede desconocer lo sensible que pueden ser los riesgos operativos dentro del negocio financiero y, por ende, la necesidad de mantener modernos y adecuados sistemas de control.

Mayor acceso a fuentes de financiamiento de clientes: Dado que una de las principales fortalezas del negocio radica en la capacidad de la empresa para otorgar créditos o líneas de operación en la venta de insumos a sus clientes, la sociedad podría ver debilitada su posición competitiva en la medida que estos incrementen su acceso a otras fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, instalación de bancos especialistas y/o la bolsa agrícola (este factor incrementa la necesidad de mejorar el costo de financiamiento). Con todo, se reconoce que en la actualidad el sector agrícola, en especial el pequeño y mediano agricultor, tiene dificultades para acceder a un financiamiento expedito y recurrente en las fuentes tradicionales.

Exposición a eventuales nuevos operadores: Sin perjuicio del *know how* que requiere el negocio de distribución (en especial el logístico), no se evidencian barreras de entrada relevantes que inhiban el ingreso de nuevos operadores, ya sea directamente o por medio de adquisición de empresas ya existentes. A esto, aunque con menor probabilidad de ocurrencia, se une la posibilidad de crecimiento de los competidores "especialistas" (enfocados en un rubro específico, en una región o tipo de producto agrícola) que podrían concentrar sus esfuerzos en nichos y afectar algunas líneas de negocio, sin embargo, se ha visto que, en los últimos años, han desaparecido algunos "especialistas". En contraposición, se debe señalar que la industria ya ha ido experimentando un proceso de mayor consolidación (absorciones) y, por lo tanto, en alguna medida, ésta ha podido ser internalizada por los distintos operadores.

Efectos del proceso de securitización: El proceso de securitización, por su operatividad, privilegia el aporte de las cuentas por cobrar para respaldar los bonos securitizados en desmedro de los acreedores directos de la empresa (ya que los activos de respaldo deteriorados deben ser remplazados por otros de

mejor calidad crediticia). En la práctica el riesgo asociado a las cuentas por cobrar no se distribuye uniformemente entre bonistas securitizados y otros acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. A diciembre de 2023 la cartera securitizada ascendía a \$ 66.887 millones, el 40,1% del total, lo que representa una disminución respecto a los años anteriores donde a diciembre 2022 la cartera securitizada era del 46,3%.

Riesgos del sector agrícola: La empresa participa como proveedor y acreedor del sector agrícola, rubro considerado de elevado riesgo, que se morigeraría por la existencia de diversos cultivos, que podrían verse afectados en forma diferente por eventos climatológicos y pestes, pero que, en casos extremos, como por ejemplo sequías, podrían verse afectados mayoritariamente. El riesgo agrícola, directa o indirectamente se traspasa a la compañía, sin perjuicio de que la empresa presenta diversificación por subsectores y posee una adecuada capacidad de análisis de la calidad crediticia de sus clientes. También se destacan algunas medidas tomadas por la empresa como aceptar los productos físicos al final del ciclo productivo bajo la figura de caución, la existencia de seguros de crédito y la diversificación de los productos.

Consolidación de los clientes: Las características de la demanda —concentrada en el sector agrícola y, particularmente, en las regiones de O’Higgins, del Maule y del BíoBío— facilita la coordinación y/o concertación de clientes, lo cual repercutiría en una mayor capacidad negociadora por parte de los compradores. Sin embargo, al menos en el corto plazo, se estima poco probable la manifestación de este riesgo.

Antecedentes generales

La compañía

Copeval es una empresa con más de 60 años de trayectoria, constituida inicialmente como cooperativa y transformada en sociedad anónima abierta en septiembre de 2003. Su actividad se inició en San Fernando, ciudad donde hasta la fecha se encuentra su casa matriz.

Desde su origen, el objeto de la sociedad fue atender al sector agrícola; en una primera etapa a sus cooperados y, posteriormente, ya constituida como sociedad anónima, a todo el rubro, iniciando un agresivo plan de expansión que implicó en el lapso de diez años lograr cubrir desde Copiapó a Puerto Varas, con 24 sucursales y cuatro plantas agroindustriales en diez regiones del país.

Junto con el aumento de la cobertura territorial, el emisor desarrolló una estrategia para convertirse en un proveedor múltiple que, además de la amplia gama de productos agrícolas, ha incorporado en sus servicios alimentos para animales, servicio de secado, almacenaje y comercialización de granos, comercialización de maquinarias agrícolas, riesgo tecnificado y servicio de transporte y logística, entre otros.

En la actualidad, la sociedad cuenta con más 38.000 clientes, disponiendo para su atención un *stock* permanente de productos, una amplia red de distribución y eficiencia logística.

Copeval es un holding conformado por las siguientes filiales:

Sociedad	Objeto	Participación
Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (matriz)	<ul style="list-style-type: none"> Distribución de insumos y maquinaria agrícola. Servicios asociados. 	-
Copeval Servicios S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Servicios logísticos 	99,90%
Copeval Agroindustrias S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Fabricación de productos de alimentación animal. Servicios de secado, almacenaje y comercialización de granos 	99,98%
Copeval Capacitación S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Capacitación interna y a clientes 	99,90%

Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, dentro de la principal línea de negocios, distribución de agro-insumos (91,2%), destacando la comercialización de fitosanitarios, fertilizantes y alimentos, cada uno con una participación dentro de los ingresos de 2023 de 35,1%, 22,0% y 12,0%, respectivamente. Durante 2023, este segmento disminuyó sus ingresos, en gran medida por la rama de fertilizantes, dado que el precio de este producto cayó cerca de un 40% con relación a 2022.

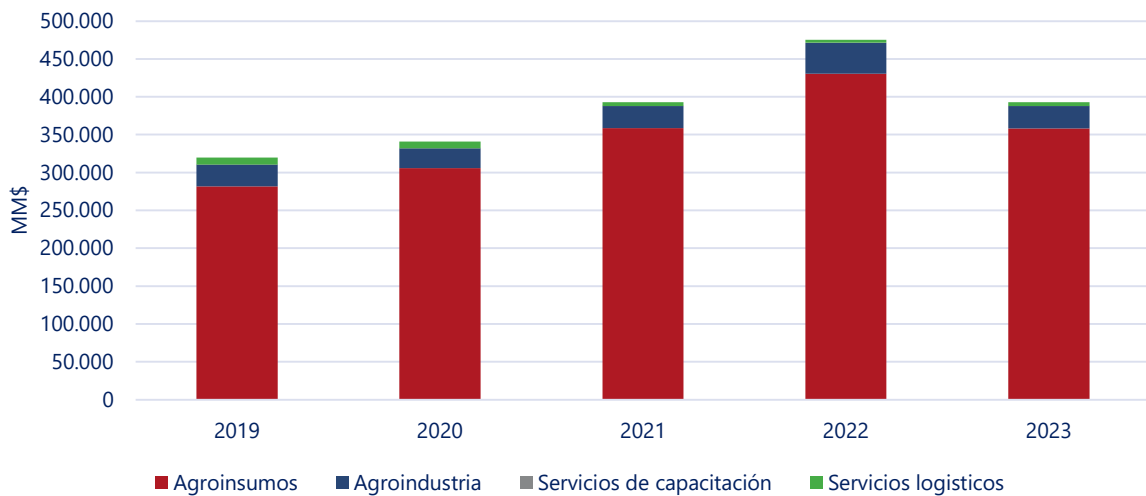


Ilustración 1: Distribución de ingresos por segmento.

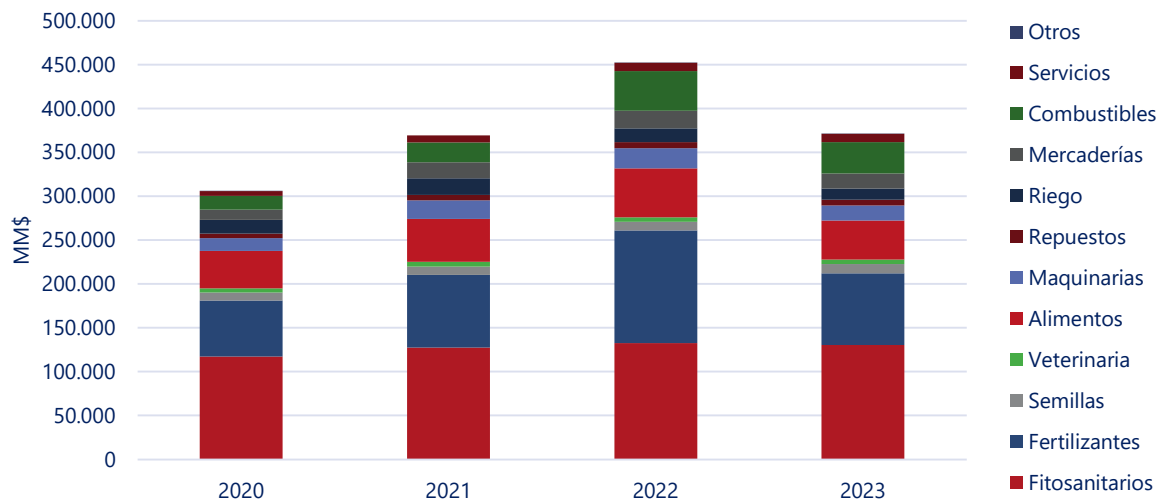


Ilustración 2: Distribución de ingresos por producto.

Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y X Región (59,9% del total de 2023), producto de la fuerte actividad agrícola de esas localidades. Las dos primeras son sus zonas de operación históricas. La estrategia de la compañía apunta a abastecer y desarrollar sus actividades en toda la zona agraria de Chile, lo que ha conseguido, dado que tiene presencia en cerca del 95% de las zonas cultivadas, con presencia entre Copiapó y Puerto Varas.

Por su parte los márgenes se componen principalmente por agro insumos, como se puede observar en la Ilustración 3: Evolución del margen bruto por segmento. Ilustración 3. Los productos fitosanitarios y fertilizantes, los que concentran el 81,0% del total, y en menor medida alimentos.

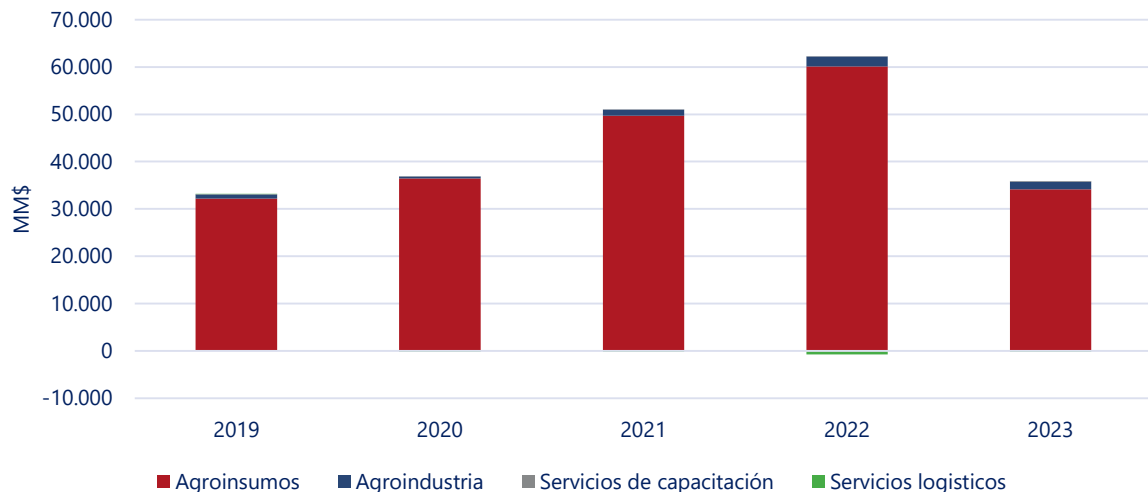


Ilustración 3: Evolución del margen bruto por segmento.

El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvoagropecuario el cual, dentro del PIB nacional de 2022, tuvo una participación en torno al 3,1% y sus actividades se concentran en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro. Se observa que en los últimos diez años el PIB de sector silvoagropecuario ha representado en torno al 3,0% del PIB nacional y se espera que este aporte al crecimiento del país no experimente bajas relevantes en el mediano plazo, dado la dinámica exportadora del sector.

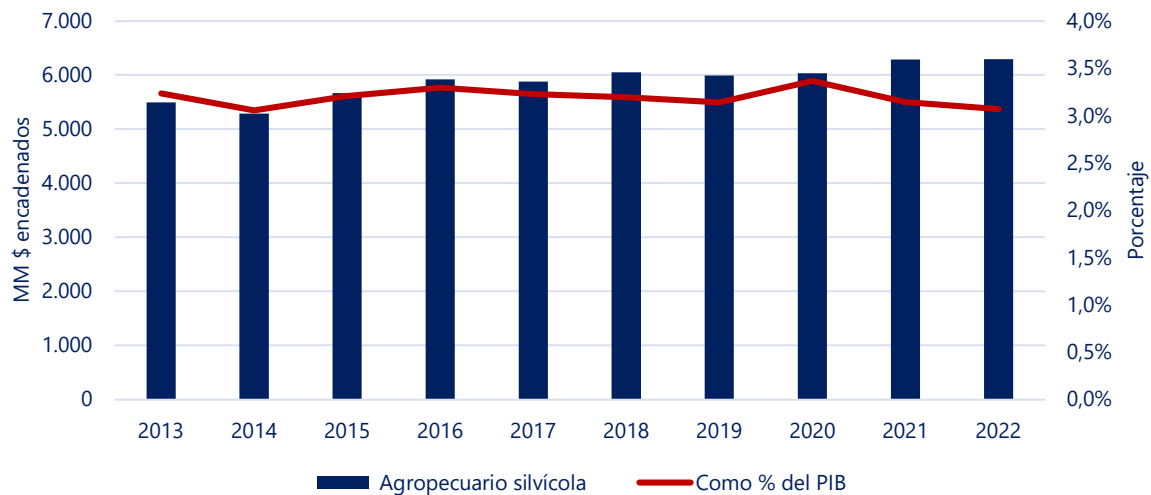


Ilustración 4: Evolución del PIB Agropecuario-silvícola

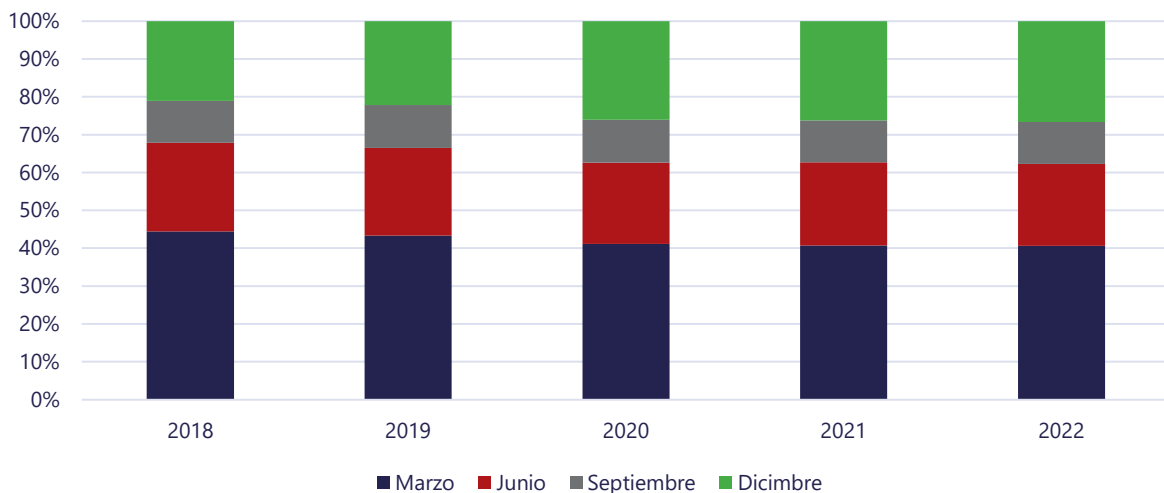


Ilustración 5: Evolución del PIB silvoagropecuario por trimestre.

Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro es su marcada concentración geográfica, particularmente en las regiones de O'Higgins, del Maule y Metropolitana, que tienen una importancia cercana al 51,5% en 2022 (50,3% en 2021). En la Tabla 1 se muestra la distribución del PIB silvoagropecuario, por región y para los últimos cinco años.

Tabla 1: Distribución del PIB silvo-agropecuario

Región	2018	2019	2020	2021	2022
Región de Arica y Parinacota	1,04%	1,02%	1,01%	0,98%	0,96%
Región de Tarapacá	0,07%	0,07%	0,07%	0,06%	0,07%
Región de Antofagasta	0,05%	0,05%	0,05%	0,04%	0,05%
Región de Atacama	1,47%	1,32%	1,36%	1,27%	1,28%
Región de Coquimbo	5,97%	5,88%	5,97%	5,73%	5,73%
Región de Valparaíso	11,05%	10,44%	9,95%	9,23%	9,87%
Región Metropolitana de Santiago	11,33%	11,34%	11,74%	10,91%	11,17%
Región de Libertador General Bernardo O'Higgins	20,18%	20,68%	21,02%	20,85%	21,65%
Región del Maule	16,75%	17,67%	17,81%	18,51%	18,66%
Región de Ñuble	5,32%	5,60%	5,61%	5,82%	5,59%
Región del Biobío	7,79%	7,49%	7,24%	7,48%	7,20%
Región de la Araucanía	8,28%	7,97%	7,55%	8,09%	7,31%
Región de los Ríos	4,15%	4,10%	4,11%	4,10%	3,98%
Región de Los Lagos	5,68%	5,51%	5,66%	6,03%	5,56%
Región de Aysén del General Carlos Ibáñez del Campo	0,36%	0,33%	0,32%	0,32%	0,33%
Región de Magallanes y la Antártica Chilena	0,53%	0,54%	0,52%	0,55%	0,59%

En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos menos especializados (o con más variedad de servicios, clientes y segmentos específicos) pueden propender a una mayor estabilidad mensual de sus ingresos y reducir su exposición a una región en particular, todo ello dentro de las restricciones que impone su mercado objetivo.

Líneas de negocio

Copeval se dedica principalmente a la comercialización y distribución de insumos y maquinaria agrícola para el sector agropecuario nacional con más de 60 años de trayectoria. Para realizar sus operaciones, la compañía cuenta con una amplia red de distribución y con un modelo de atención a todo tipo de agricultores, tanto multi-rubro como multi-tamaño.

La oferta integral de insumos agrícolas y la destacada cobertura geográfica que tiene la compañía se debe a la logística de la red de distribución que permite ofrecer una variada gama de productos, conformada por más de 20.000 artículos agrupados en varias líneas de negocios, atendiendo anualmente a más de 38 mil clientes. De esta forma, **Copeval** vende los insumos a un plazo similar al del ciclo agrícola de sus clientes, financiando así el capital de trabajo de éstos y, por ende, asumiendo los riesgos propios de un préstamo. Dado ello, la compañía ha elaborado políticas de créditos y de cobranza que son monitoreadas permanentemente por un comité de crédito quienes, además de presentar conocimiento de su segmento

de mercado objetivo, se apoyan en herramientas computacionales desarrolladas para estos fines y en la labor de la gerencia de contraloría.

Copeval organiza sus segmentos operativos en base a la actividad de cada filial siendo cuatro segmentos correspondientes a Agroinsumos (Copeval S.A), Agroindustria (Copeval Agroindustrias S.A), servicios de Capacitación (Copeval Capacitación) y Servicios Logísticos (Copeval Servicios S.A).

Agroinsumos

Este segmento realizado por la Matriz Copeval S.A, se enfoca principalmente en la distribución de insumos y maquinaria, cuenta con una red de 24 sucursales, siendo los principales rubros de esta distribución los agroquímicos, fertilizantes, semillas, alimentos de uso animal, entre otros.

Como se observa en la Ilustración 6, los ingresos presentan crecimiento hasta 2022, presentando en 2023 una disminución del 16,8% con respecto al año anterior, esto principalmente impulsado por una menor demanda y precios más bajos de los productos, los cuales, dado el modelo de negocios de la compañía se compran con una antelación de hasta 180 días, lo que explica que el valor del inventario fuese mayor al precio de venta, sin poder cubrir los costos de estos. El segmento finalizó con un margen operacional de 0,3% (7,2% en 2022).

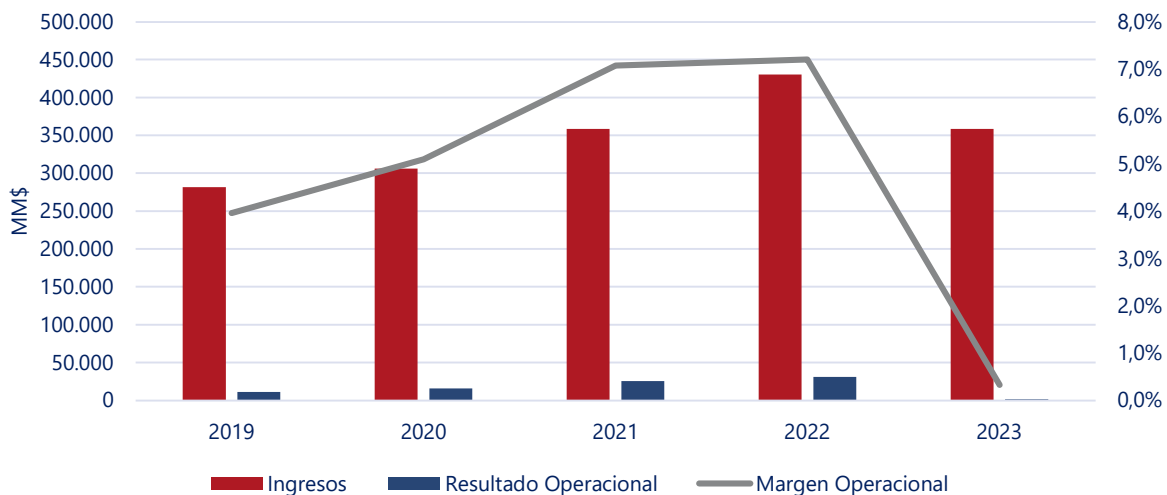


Ilustración 6: Ingresos y resultado operacional para el segmento Agroinsumos.

Agroindustria

El segmento de agroindustria se enfoca en los servicios de secado, almacenaje y comercialización de granos, además de fabricación de alimento para uso animal, y es explotado de forma indirecta por Copeval S.A. a través de su filial Copeval Agroindustria. Este segmento representa cerca del 7,5% del total de ingresos para la compañía en 2023 y como se aprecia en la Ilustración 7, su margen operacional viene de una recuperación finalizando el periodo con un 8,5%, valor más alto reportado durante los últimos cinco años. Si bien los ingresos por actividades ordinarias de este segmento bajaron con respecto al año anterior, el aumento del resultado operacional responde al aumento extraordinario de otros ingresos por función.

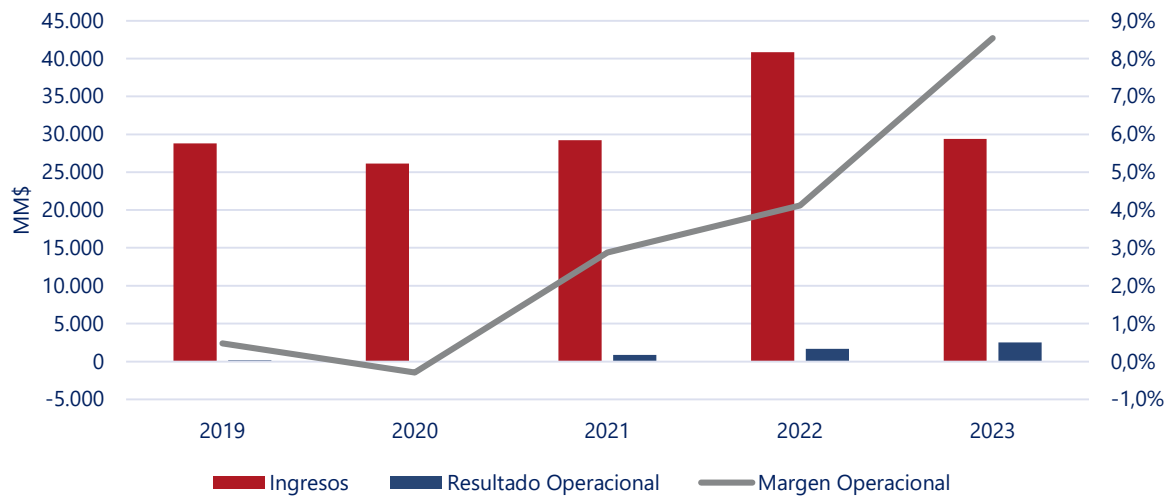


Ilustración 7: Ingreso y resultado operacional para segmento de Agroindustria.

Servicios de capacitación

Los servicios de capacitación para la compañía son controlados por Copeval Capacitación y, tal como dice su nombre, atiende las necesidades de capacitación del sector agrícola y agroindustrial.

Para 2023 presento un aumento de un 50% de sus ingresos, respecto al año anterior. Pasando de un resultado operacional de \$ 3,1 millones a \$ 94,6 millones, dado el gran aumento de los ingresos del segmento.

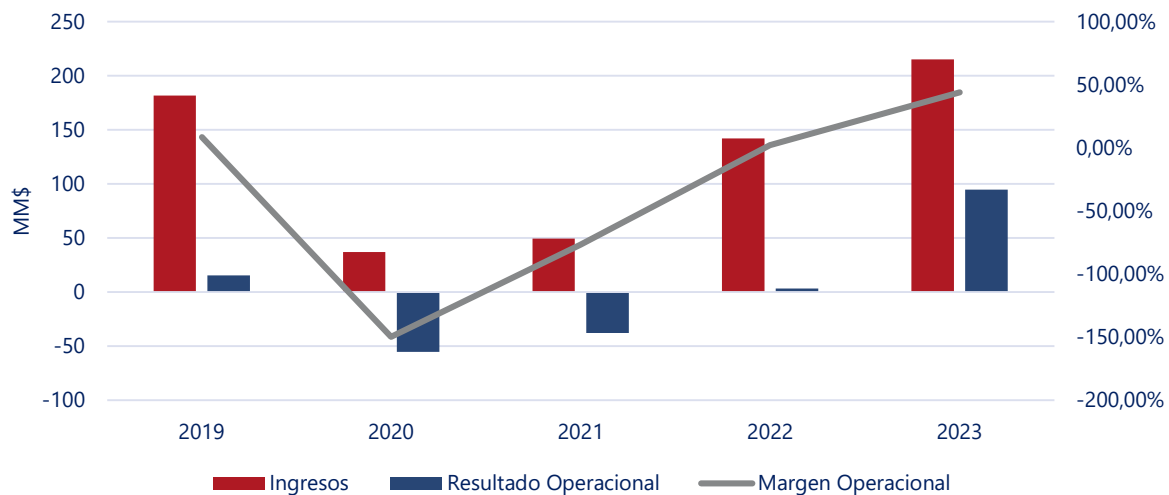


Ilustración 8: Ingresos y resultado operacional para segmento de Servicios de Capacitación.

Servicios logísticos

Los servicios logísticos de **Copeval** consisten principalmente en la realización de servicios de transporte, despacho de productos y mano de obra efectuados por la filial Copeval Servicios. El segmento en 2023 presentó un alza en sus ingresos de un 26,4% finalizando el periodo con \$ 5.115 millones, mientras que su resultado operacional finaliza con un valor negativo de \$ 334,6 millones, asociado al margen bruto negativo de esta filial.

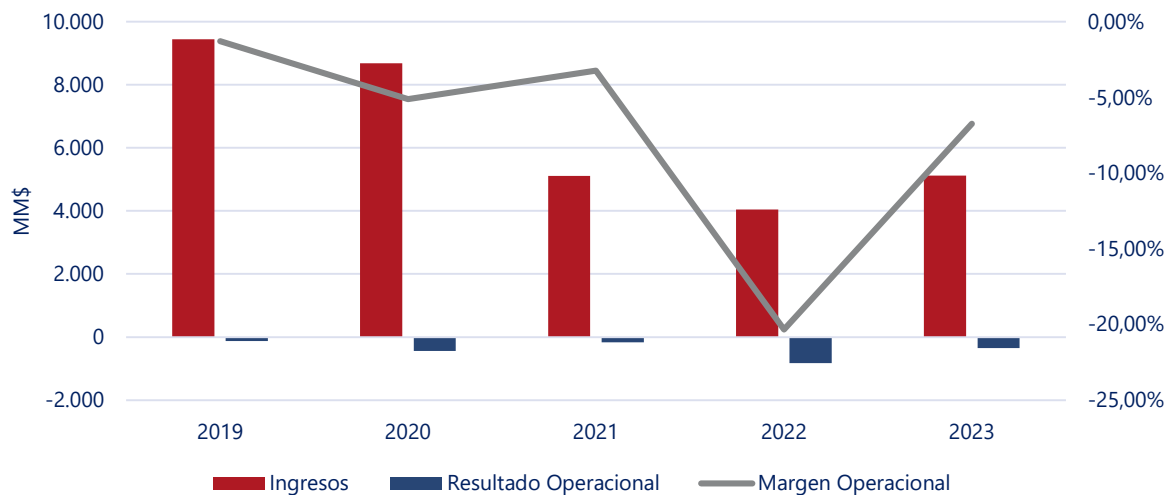


Ilustración 9: Ingresos y resultado operacional para segmento Servicios Logísticos.

Administración y características del negocio

Clientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por más de 38 mil clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras.

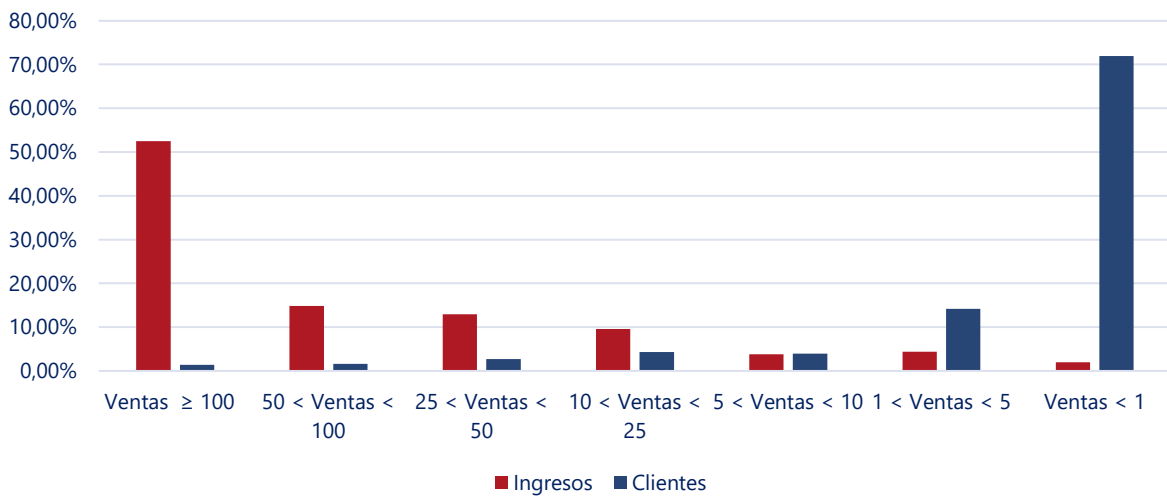


Ilustración 10: Distribución ingresos y clientes.

De acuerdo con el gráfico anterior, los clientes con volumen de compra por sobre los \$ 100 millones representan el 52,5% de los ingresos de la compañía y el 1,4% del número de clientes; por otro lado, los clientes con volumen de compra bajo el millón representan el 2,0% de las ventas y un 71,9% de los clientes. Dada la amplia masa comercial de **Copeval** presenta una base de clientes adecuadamente atomizado.

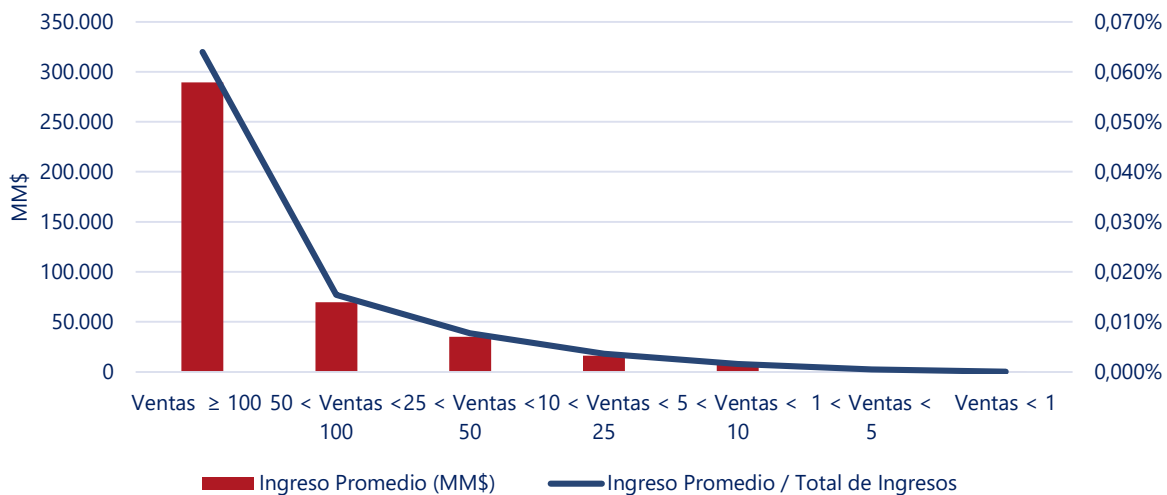


Ilustración 11: Ingresos promedio 2023.

Se observa que los principales clientes, en promedio, generan ingresos anuales de \$ 272 millones, lo que representa en torno al 0,07% del total de ventas anuales de **Copeval**. En general, dentro de las restricciones propias de segmento de mercado objetivo, los clientes del emisor muestran diversidad de tamaño, son multi-rubros, tienen necesidades de insumos estacionales y requieren financiamiento de capital de trabajo recurrente.

Morosidad

En el gráfico siguiente se muestra el comportamiento de la cartera para los últimos cinco ejercicios anuales. Cabe destacar que la cartera crediticia del emisor cuenta con seguros de créditos de la compañía Avla, siendo habitual la contratación de este tipo de pólizas. Respecto a la mora total se observa una baja con respecto a 2022, esto principalmente debido a la disminución en el tramo mayor a 90 días.

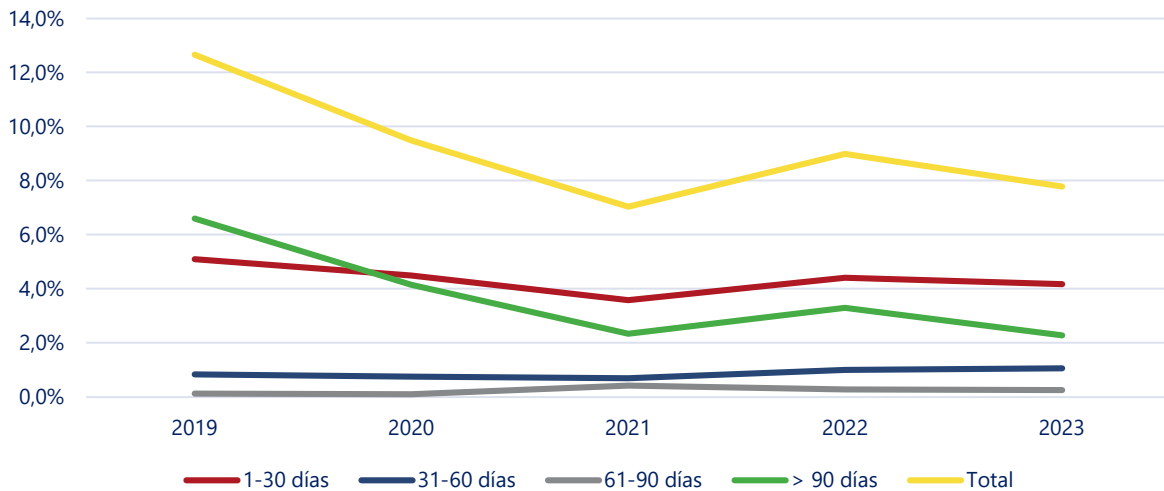


Ilustración 12: Evolución de la cartera morosa.

En cuanto a la provisión de cuentas por cobrar, la compañía ha desarrollado un modelo a través de la determinación de tasas de pérdidas esperadas que reconocen el deterioro del activo durante la vigencia de la cuenta por cobrar. El modelo se ha desarrollado sobre la base de información histórica de la cartera de cuentas por cobrar, aplicando aspectos cualitativos.

Políticas de abastecimiento e inventarios

Dentro de los proveedores de **Copeval** se encuentran empresas de envergadura en sus respectivos mercados, entre ellos: Esmax, UPL, Anasac, Nitron Group y Syngenta.

En los agroquímicos la compra es a 180 días en promedio (pesos y dólares). La compra de estos insumos se planifica anualmente, dividido en meses y por proveedor y de acuerdo con las variaciones que pudiesen existir en factores climáticos y/o de mercado.

En el caso de los fertilizantes, se realiza una compra calzada a proveedores nacionales e importaciones directas. Para semillas se tienen plazos similares, pero el crédito de los proveedores es solamente en pesos. En maquinarias se realizan importaciones directas con carta de crédito y crédito del proveedor en moneda extranjera. Con los proveedores más importantes en volúmenes crediticios, **Copeval** tiene asignadas líneas de crédito.

Para los otros rubros combustible, alimentos, productos veterinarios y repuestos la compra es corta, entre 30 y 60 días en pesos y 30 y 90 días en moneda extranjera. No se trabaja en exclusividad y la política de inventarios depende de las características de cada producto.

Hasta el segundo trimestre de 2019 la permanencia de inventarios, medida según información de los estados financieros, fue de 100 días. Posterior a ese periodo, se ha logrado reducir bajo los 80 días hasta el periodo 2022. Para volver a ver un aumento de los días promedio en 2023, lo que para el cuarto trimestre se vio disminuido producto de la gestión activa del uso de capital de trabajo que permitió mejorar la permanencia de inventarios y el periodo medio de pago.

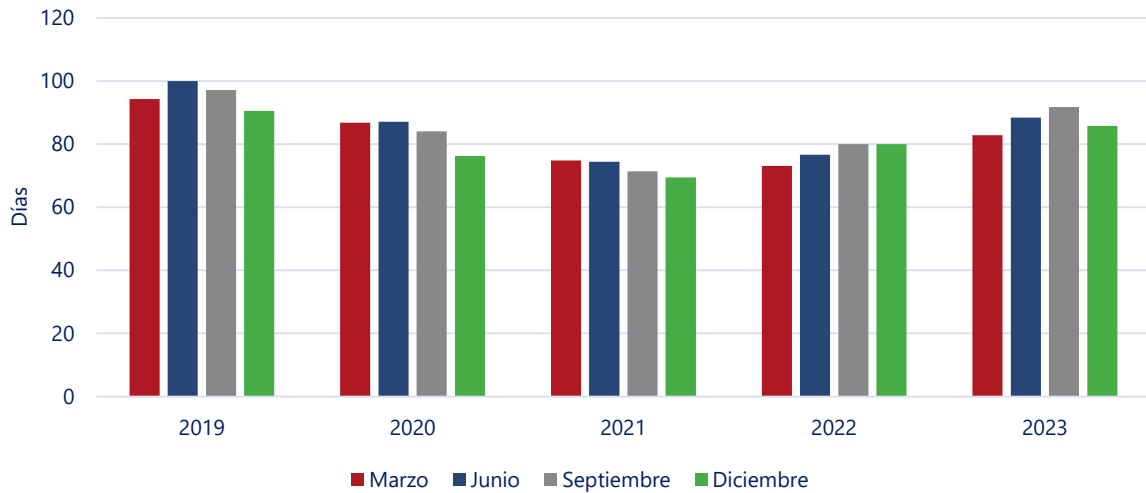


Ilustración 13: Promedio días de inventario.

Asimismo, en términos relativos, el nivel de inventario ha representado, aproximadamente, entre el 16,9% y 31,4% del total de activos en los últimos cinco años y, en promedio, un 24,9% para el último año.

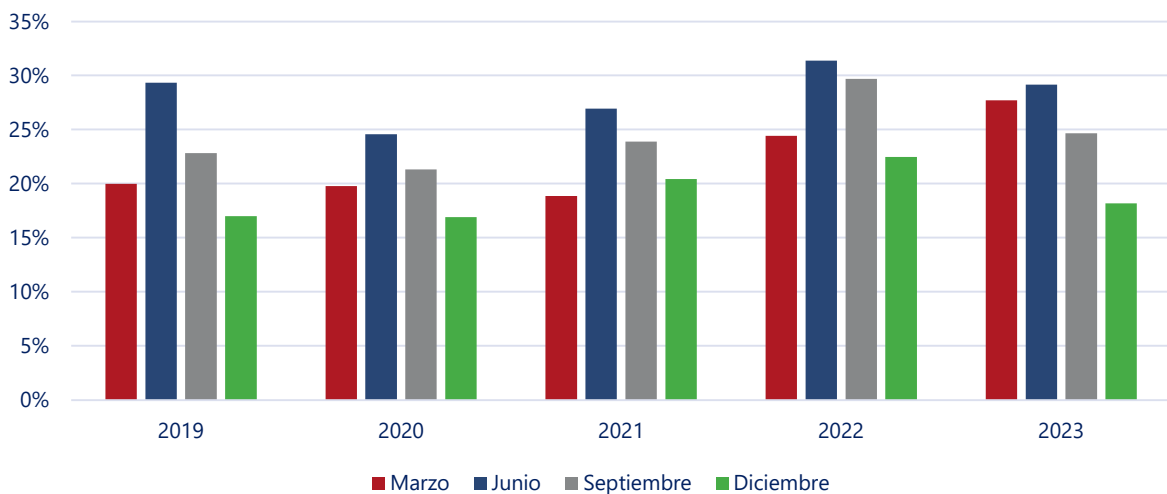


Ilustración 14: Inventarios sobre activos.

Análisis financiero³

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Copeval** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2019 y 2023.

Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

El nivel de ingresos anualizado de la compañía, como se aprecia en la Ilustración 15, ha presentado un crecimiento hasta 2022. Se exhibe una disminución de un 11,3% a diciembre de 2023 con respecto al año anterior, lo cual se explica, según lo informado por la compañía, por una menor demanda y disminución de los precios, en especial el de los fertilizantes (con un precio de inventario superior al de venta).

En cuanto a las colocaciones, se evidencia cierta volatilidad en los periodos analizados, principalmente, explicada por la estacionalidad del negocio, presentando en junio 2023 colocaciones por \$ 75.187 millones, mientras que en diciembre de 2023 estas finalizaron en \$ 154.412 millones (11,3% inferior al mismo periodo en 2022).

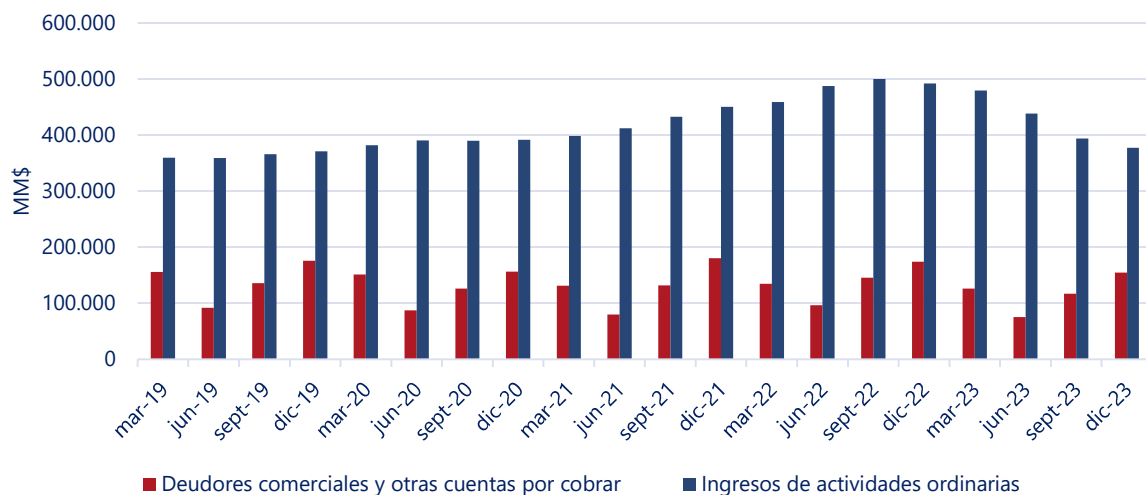


Ilustración 15: Evolución de los ingresos y cuentas por cobrar corrientes.

Evolución del endeudamiento

La compañía ha hecho esfuerzos para disminuir sus niveles de endeudamiento desde 2021 a la fecha. Pese a esto, en el último período de análisis se exhibe un aumento en dichos niveles, siendo para diciembre 2023 un valor de 22,4 veces en deuda financiera sobre EBITDA (4,4 veces en 2022) y 9,2 veces en deuda financiera sobre FCLP (8,7 veces en 2022).

³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

De manera adicional, en el análisis debe incluirse el hecho que la empresa implícitamente participa del negocio financiero, por lo tanto, parte de sus obligaciones son cubiertas con las cuentas por cobrar; dado ello se ajusta la deuda financiera de la compañía, evidenciándose una reducción importante en los niveles de deuda relativa, llegando a 13,9 veces sobre EBITDA (2,2 veces en 2022) y a 5,7 veces sobre FCLP (4,3 veces en 2022), tal como se observa en la Ilustración 16.

Sumado a lo anterior, debido a las importantes mejoras en rentabilidad en los años 2021 y 2022, dado el cambio de administración, se ajusta el indicador de endeudamiento considerando desde 2021 en adelante, así este alcanza las 7,9 veces y 4,9 veces ajustado (excluyendo negocio financiero)⁴.

Adicionalmente, se hace el ejercicio de excluir la rentabilidad anual del activo asociada al año 2023, debido a que, como se explicitó con anterioridad, durante ese año existieron eventos exógenos excepcionales que no permitieron que la compañía cumpliera con sus objetivos presupuestados, situación que se ha ido revirtiendo en los últimos meses del año, por lo cual, la razón DF/FCLP alcanza las 5,8 veces y DF Ajustada/FCLP 3,6 veces, indicador que se monitoreará los siguientes periodos.

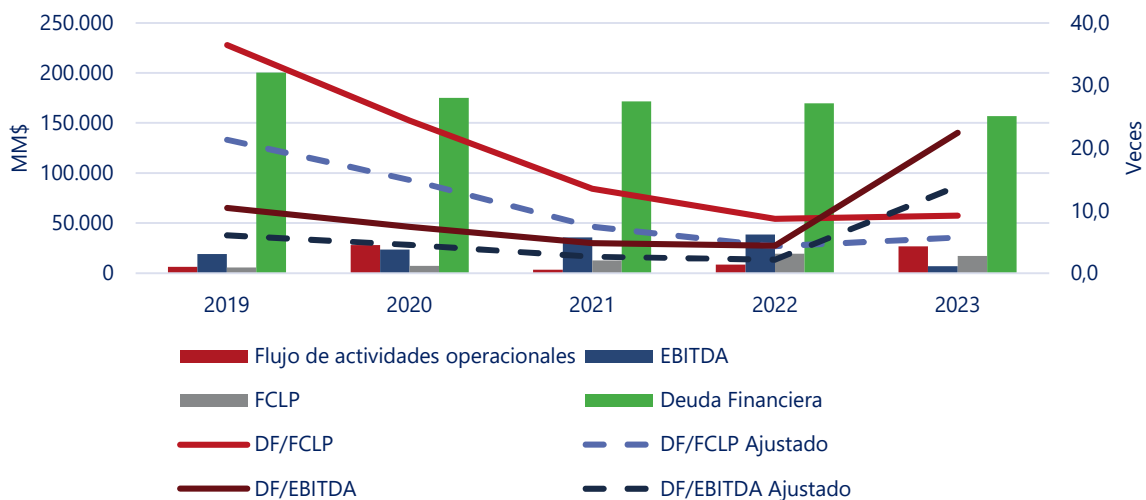


Ilustración 16: Evolución del endeudamiento relativo.

La razón de endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio presenta un alza de un 13,4% en el último periodo, principalmente, por las pérdidas que presentó la compañía. A diciembre de 2023 el ratio es de 4,96 veces (4,37 veces en 2022).

⁴ DF Ajustada = (DF - 95% CxC - 50% Inventarios + 100% CxP).

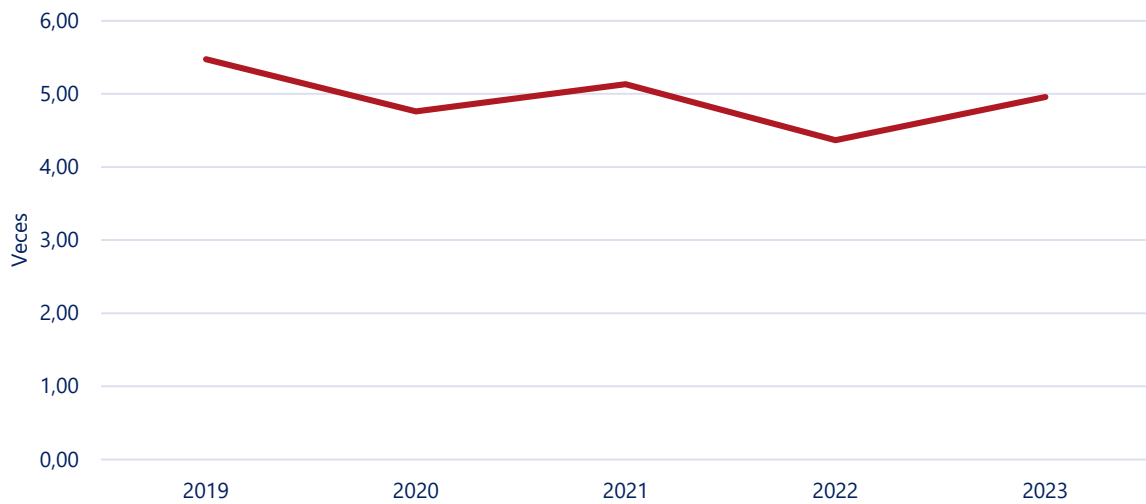


Ilustración 17: Evolución de pasivo exigible sobre patrimonio.

Otra forma de medir el nivel de endeudamiento relativo de la compañía es contrastarlo con las colocaciones de la misma, por cuanto parte importante de estos pasivos se demandan para financiar la actividad crediticia. En líneas generales, se observa que esta relación es cíclica y mayor para los cuartos trimestres (A diciembre de 2023 CxC/DF es 0,98). Si además se considera que se debe responder a los acreedores (aunque también se cuenta con el efectivo) el indicador evidencia mayor déficit (A diciembre de 2023 CxC/(DF+CxP) es 0,56), lo cual debiera ser cubierto con el EBITDA de la sociedad.

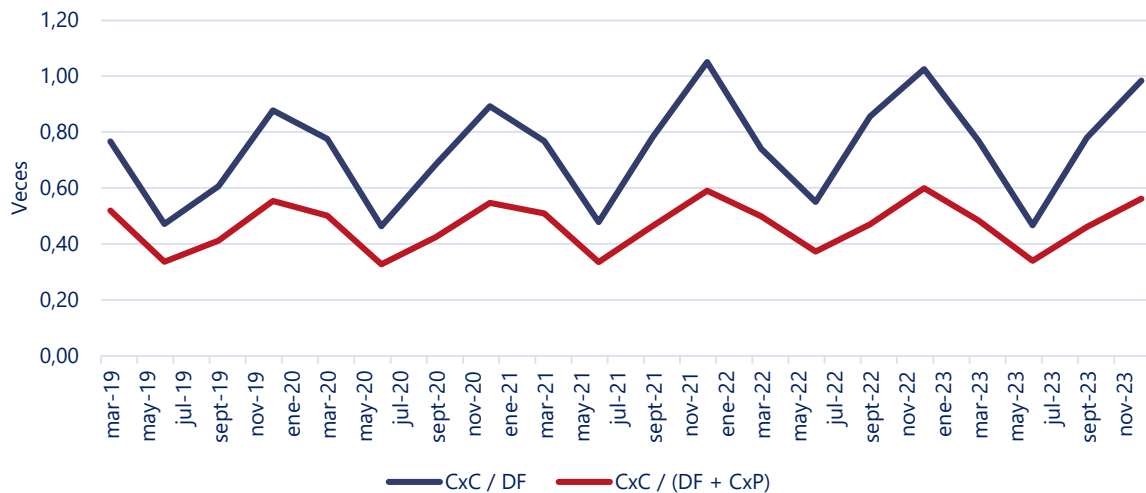


Ilustración 18: Evolución de la estructura de endeudamiento.

Evolución de la Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, ha presentado consistentemente un valor superior a la unidad con un comportamiento más bien estable en los tres últimos ejercicios anuales, situándose en torno a las 1,3 veces a diciembre de 2023. Si consideramos un indicador más exigente, como la liquidez ácida, esta ha tenido un comportamiento similar, pero, como es natural, con ratios más reducidos, situándose en algunos periodos por bajo la unidad y finalizando en 2023 con un valor de 0,97 veces.

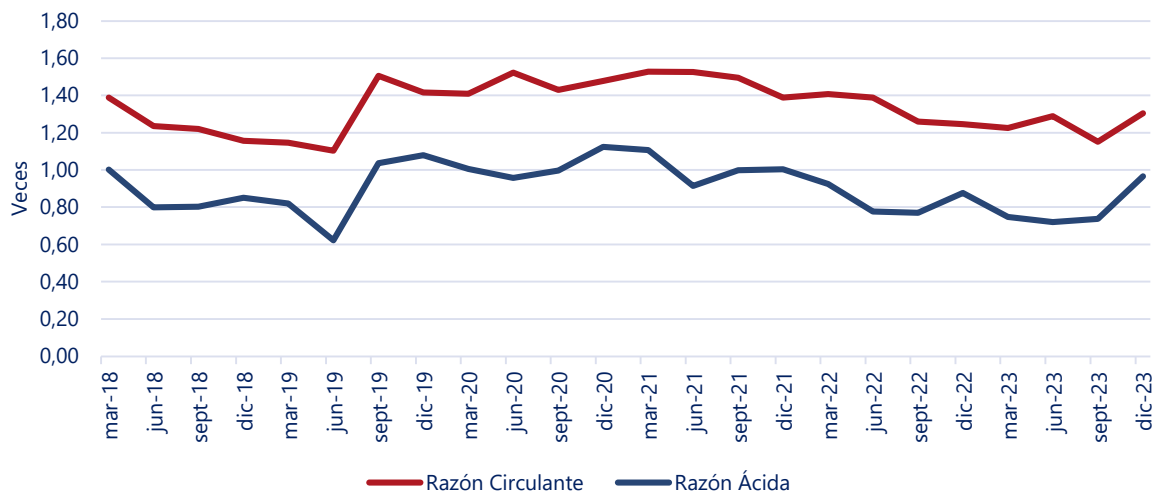


Ilustración 19: Evolución de la liquidez.

Evolución de la rentabilidad

Desde 2021 a 2022 se aprecia un alza en los indicadores, tomando valores mayores a cero. A diciembre de 2023, estas alzas se tornaron negativas, dadas las pérdidas presentadas por la compañía en el primer semestre del año. Situando la rentabilidad del activo con un valor de -2,6%, una rentabilidad operacional de 0,99% y, para finalizar la rentabilidad del patrimonio fue la que evidenció una mayor caída alcanzando un valor de -14,4%.

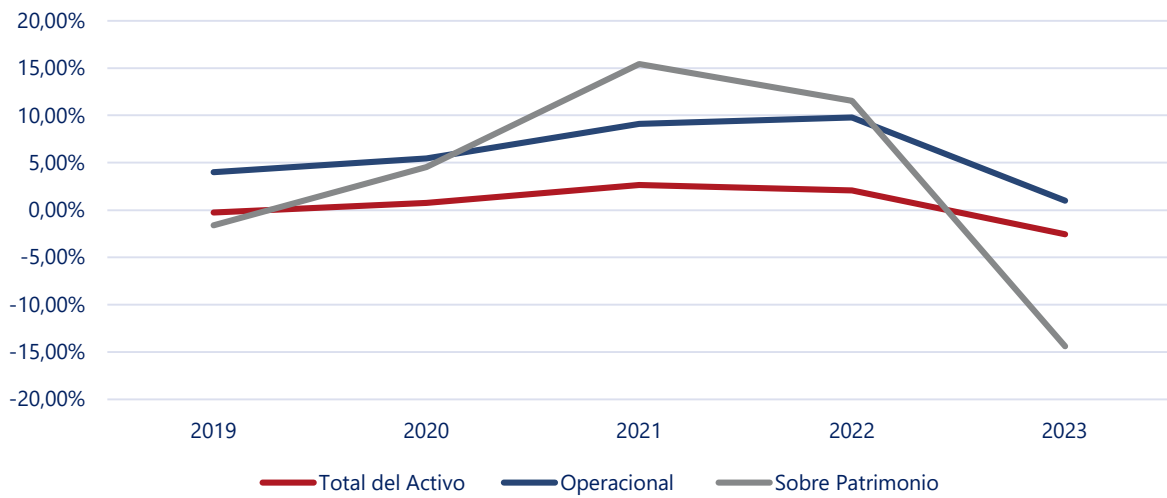


Ilustración 20: Evolución de las rentabilidades.

Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, se ha mantenido estable en una banda entre un 6% y un 10%. Este indicador, a diciembre de 2023, tuvo un alza debida, en su mayor medida, a los menores ingresos registrados alcanzando un valor de 9,6%.

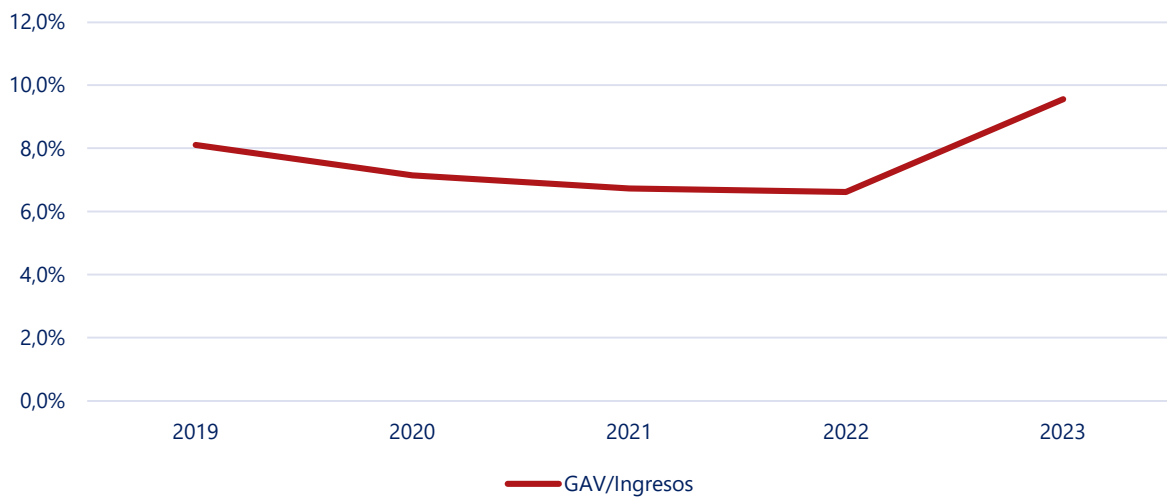


Ilustración 21: Evolución gastos de administración sobre ingresos.

Covenants financieros

Covenant	Definición	31-dic-23
Nivel de Endeudamiento Total	No superior a las 7,00 veces	4,96 veces
Nivel de Endeudamiento Total	No superior a las 7,03 veces	4,96 veces
Nivel de Endeudamiento Financiero Neto	No superior a las 4,70 veces	2,43 veces
Nivel de Endeudamiento Financiero Neto	No superior a las 4,65 veces	2,43 veces
Patrimonio Mínimo	No inferior a 1.000.000	1.577.442
Activos libres de gravamen	No inferior a 1,30 veces	2,49 veces

Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,15	1,15	1,17	1,17	1,12
Razón Circulante (Veces)	1,42	1,48	1,39	1,24	1,30
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,41	1,47	1,39	1,24	1,30
Razón Ácida (veces)	1,08	1,12	1,00	0,88	0,97
Rotación de Inventarios (veces)	4,03	4,79	5,26	4,59	4,25
Promedio Días de Inventarios (días)	90,56	76,26	69,44	79,52	85,81
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,11	2,50	2,50	2,83	2,44
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	172,94	145,85	146,17	129,12	149,47
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,76	3,06	2,87	3,49	2,85
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	132,42	119,24	127,22	104,54	128,19
Diferencia de Días (días)	-40,52	-26,62	-18,95	-24,58	-21,28
Ciclo Económico (días)	-131,09	-102,88	-88,39	-104,09	-107,10

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,85	0,83	0,88	0,81	0,83
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	5,47	4,76	5,13	4,37	4,96
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,47	1,38	1,79	2,69	1,81
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	10,42	7,40	4,79	4,40	22,44
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,10	0,14	0,21	0,23	0,04
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,43%	58,56%	50,68%	55,78%	54,57%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	-0,24	0,34	0,97	0,62	-1,09

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	11,73%	11,99%	13,72%	13,64%	9,56%
Margen Neto (%)	-0,27%	0,72%	2,21%	1,59%	-2,44%

Rotación del Activo (%)	94,62%	108,02%	117,47%	131,53%	109,09%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-0,26%	0,74%	2,67%	2,07%	-2,56%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-0,26%	0,74%	2,67%	2,07%	-2,55%
Inversión de Capital (%)	143,18%	128,03%	113,62%	108,12%	115,25%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	4,51	4,72	5,69	9,05	6,69
Rentabilidad Operacional (%)	4,01%	5,44%	9,10%	9,80%	0,99%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-1,61%	4,55%	15,45%	11,53%	-14,40%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	87,01%	86,85%	85,35%	85,58%	89,45%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	88,27%	88,01%	86,28%	86,36%	90,44%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	8,10%	7,14%	6,73%	6,62%	9,56%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	23,34%	31,00%	49,06%	51,23%	5,10%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	5,18%	6,05%	7,95%	7,84%	1,86%

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,50%	0,92%	1,08%	1,21%	1,49%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	6,40%	6,89%	5,71%	8,01%	8,28%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	99,38%	93,13%	83,18%	69,51%	79,62%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."